法 学 研 究

双层股权结构国际监管经验的反思与借鉴

郭 雳 彭雨晨
(北京大学 法学院, 北京 100871)

摘 要:基于便利创新企业融资和增强境内交易所竞争力的考虑,我国应当修改相关法律规则,允许公司上市时采用双层股权结构。研究美国、新加坡以及香港地区等监管双层股权结构的过往和现行做法,本文提出我国应当树立匹配监管的理念;而基于投资者博弈能力较弱的现状,若想在短期内对该结构应用实施有效管理,宜采取从严监管的策略,考虑“搭车”监管的方式,探索形成符合我国市场现实特点的制度安排。在设立阶段,可采取首发上市、行业和适格持有人等限定措施;在运行阶段,限制表决权与剩余索取权的分离程度,设置一股一权表决事项清单;在退出阶段,设立逐渐退出(转换)机制和事件型夕阳条款。长远来看,努力提升投资者博弈能力是克服双层股权结构可能不利影响的根本途径。

关键词:双层股权结构;匹配监管;同股同权;发行上市;控制权强化机制
中图分类号:DF 41 文献标识码:A 文章编号:1000-5919(2019)02-0132-14

一、问题的提出

双层股权结构近年来逐渐成为创业公司的流行选项,京东、小米等不少知名企业都选择了双层股权结构,并为此远赴允许该类制度安排的境外交易所上市。为吸引优质的创业公司在本地上市,中国香港地区交易所、新加坡交易所相继在 2018 年正式修改上市规则允许双层股权结构公司上市。上海和深圳的证券交易所也正在酝酿修改相关规则放行双层股权结构。

与此同时,对此持怀疑态度者则指出双层股权结构其实是一把双刃剑,运用不当将给广大投资者乃至整个证券市场造成不良影响。谋定而后动,本文拟通过对相关国际监管经验进行梳理和反思,证明监管强度与投资者博弈能力相适应的匹配监管理念才是应对双层股权结构的恰当做法。同时,基于我国投资者博弈能力整体偏弱这一现实,借助对双层股权结构国际监管规则的比较探析,笔者就目前双层股权结构监管政策的可能选择提出若干具体建议。

二、双层股权结构的理论基础探究

监管的目的是为了发挥制度优势,限缩可能风险。因此,在讨论如何监管双层股权结构之前,首先需要厘清双层股权结构的理论基础,即双层股权结构的法律内涵是什么?它具有什么样的制度优势,又会带来哪些法律风险?

(一)双层股权结构的法律内涵

双层股权结构的英文表述为“Dual Class Shares Structure”,我国学界又常将其称为双重股权结构①、同

收稿日期:2018-08-20
作者简介:郭雳,男,山西太原人,北京大学法学院教授。

① 蒋学跃:《公司双重股权结构问题研究》,《证券法苑》2014 年第 4 期,第 27 页。

股不同权①、两级投票制②等。双层股权结构的含义是公司股东通过自行协商,将公司普通股划分为两种类型,不同类型股票所对应的表决权倍数不同但其他股东权利相同的股权结构安排。在双层股权结构中,公司普通股一般分为高级别股票(superior class share)和低级别股票(inferior class share)两种类型,③虽然同种类型股票中每一股所代表的表决权数相等,但是一股高级别股票所代表的表决权数往往数倍于低级别股票。此外,部分公司甚至会发行无表决权股票,此时只有高级别股票享有表决权,低级别股票则完全没有表决权。

由此可见,双层股权结构最大的特点是公司股东对普通股的表决权和其他权利予以分离,并对每股表决权进行自治性的内部重构,因此双层股权结构的法律本质其实是股东契约安排。④ 是否允许双层股权结构与一国的立法精神和意图密切相关。我国现行公司法根据公司种类区别对待双层股权结构的效力。对于有限责任公司,《公司法》第四十二条将同股同权作为有限责任公司的默认规则(default rule),但也允许公司通过章程修改表决权的配置方式,⑤从法条文义理解双层股权结构应在被允许之列。至于股份有限公司,《公司法》第一百零三条明确规定一股一权原则,禁止任何其他形式的表决权安排。⑥ 这种差异性规定体现出公司法试图在股东自治理念与投资者保护理念之间寻求平衡,当然这种平衡并非一成不变。

(二)双层股权结构的优势分析

回顾过往、放眼全球,双层股权结构是一项历史悠久、适用广泛的制度。最早上市的双层股权结构公司可以追溯到 1898 年。⑦ 随后,双层股权结构在欧洲、美洲、亚洲等地区的许多国家得到适用。⑧ MSCI 的研究报告显示,MSCI World Index 中双层股权结构公司的数量和权重均呈现不断上升趋势。⑨ 为什么双层股权结构能呈现较持久且显著的适应力? 概言之,其具有满足股东不同需求、促进公司致力于长期目标、避免敌意收购、增强公司决策效率等制度优势。

第一,双层股权结构能够满足异质化股东的多样化需求。根据股东异质化理论,⑩不同股东的投资偏好是不同的。对于创始人股东来说,他们既希望公司能在资本市场上便利地融资,又在意保持对公司

① 邹小芳:《论同股不同权的必要性与可行性》,《企业管理》2017 年第 4 期,第 121 页。虽然很多学者使用“同股不同权”这一概念,但是事实上这种用法未必恰当。双层股权结构仅对表决权有区分,同股不同权除了限定表决权外,也可涉及其他股东权利。

② 曹阳:《中国双层股权结构的引入与规制》,《广西财经学院学报》2017 年第 6 期,第 63 页。

③ 美国也有学者将这两种类型称为 A 类股和 B 类股,see Joel Seligman, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy”, *George Washington Law Review*, 1985,54(5), p. 687, footnote 1。

④ Daniel R. Fischel, “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”, *University of Chicago Law Review*, 1987, 54(1), p. 120.

⑤ 参见《公司法》第四十二条。

⑥ 参见《公司法》第一百零三条第一款。

⑦ 参见香港交易所研究报告,双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革(2018 年 4 月),https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_c.pdf? la=en,第 2 页。

⑧ Tatiana Nenova, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3), p. 327.

⑨ MSCI, Should Equity Indexes Include Stocks of Companies with Share Classes Having Unequal Voting Rights? (January 2018), https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf, p. 27.

⑩ 股东异质化理论的论证与介绍参见汪青松、赵万一:《股份公司内部权力配置的结构性变革——以股东“同质化”假定到“异质化”现实的演进为视角》,《现代法学》2011 年第 3 期,第 36—41 页。

的控制;①部分外部股东则更倾向于使用尽可能少的成本获取现金流权利。② 双层股权结构能够满足上述需求。

第二,双层股权结构能够促使公司致力于长期发展目标。以美国为代表的成熟证券市场中,机构投资者占据很大比例,他们往往要求公司短期内有较好股价表现,而这未必有利于公司长期发展。③ 双层股权结构使得管理层可以相对容易地保持对公司的控制,避免机构投资者的不当干预。④

第三,双层股权结构能够有效避免敌意收购,保持公司业务稳定。为抑制敌意收购的发生,公司管理层和/或大股东可以通过双层股权结构牢牢把控公司控制权。⑤ 比如按照 1:10 的比例,持股 10%的高级别股票的持有人即控制了超过 50%的表决权数。没有高级别股票持有人的同意,敌意收购无法实施。

第四,双层股权结构还有利于提高决策效率。从商业实践角度看,成功的创业企业都有一位或几位精明能干的管理者,比如阿里巴巴的马云、Facebook 的扎克伯格等。他们掌握管理与决策所需的特定知识,这些知识传递给其他人的成本很高,由他们掌握投票权才能低成本地实现知识与决策的匹配,提高决策效率。⑥

(三)双层股权结构的风险分析

同一股一权公司相比,双层股权结构公司中的高级别股票持有人既有更大动力去追求私利,也的确掌控着绝对的权力。因此尽管双层股权结构存在着上述优点,反对的声音仍相当突出。亚洲公司治理协会 2014 年对机构投资者的一项调查显示,高达 98%的被调查者反对上市公司采用双层股权结构。⑦ 美国机构投资者协会甚至曾推动美国三大股票指数拒绝纳入双层股权结构公司。⑧ 归纳反对者观点,双层股权结构不仅恶化代理问题,更使众多监管机制失效,其益处还可能随着时间流逝而减退,从而降低公司治理效率。

第一,双层股权结构可能导致严重代理问题。伊斯特布鲁克和费希尔认为,如果相同剩余利益所对应的投票权不相等,将不可避免地产生代理成本问题。⑨在双层股权结构中高级别股票持有人的收益权占比很少,却掌握数倍表决权。由于决策成本对其经济收益影响有限,这很可能导致他们的决策轻忽不谨慎,从而产生严重的委托代理问题。与此同时,双层股权结构公司可能产生管理层堑壕(Managerial

---

① MSCI, Should Equity Indexes Include Stocks of Companies with Share Classes Having Unequal Voting Rights? (January 2018), https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf, p.7.

② 冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,《政法论坛》2016 年第 4 期,第 133 页。

③ Lusardi, Multi-class Stock and the Modern Corporation: A View from the Left (Coast) on Governance Misalignment and the Public Company, https://www. sec. gov/spotlight/investor-advisory-committee - 2012/berger-remarks-iac - 030917.pdf, pp. 7-8.

④ MSCI, Should Equity Indexes Include Stocks of Companies with Share Classes Having Unequal Voting Rights? (January 2018), https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf, p.8.

⑤ Peter L. Simmons, "Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights", *Columbia Law Review*, 1987, 87 (1), p. 112.

⑥ 关于知识与决策相匹配原则的讨论,可以参见叶青:"阿里巴巴为何选择合伙人制度?——兼论双层股权结构的经济合理性", https://www. hkex. com. hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to - 2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Responses/cp2014082r_IN65.pdf? la=en, 第 8-13 页。

⑦ Asian Corporate Governance Association, Survey on Alibaba and Non-Standard Shareholding in Hong Kong (April 15, 2014), https://www.acga-asia.org/upload/files/advocacy/20170405010628_298.pdf, p. 3.

⑧ Council of Institutional Investors: Dual-Class Stock, https://www.cii.org/dualclass_stock.

⑨ 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,罗培新、张建伟译,北京:北京大学出版社 2014 年版,第 73 页。

Entrenchment）问题①，因为高级别股票持有人享有较少的经济利益，他们就有更强的动力从股票分红以外的途径攫取利益。②

第二，双层股权结构可能导致公司内外部监督机制失效。外部监督机制主要是指敌意收购。双层股权结构使得敌意收购是否可行完全取决于高级别股份持有人的意见，只要他们不同意收购，任何收购都难以实施，外部监督机制失去作用。③ 内部监督机制是指董事和股东的监管。从董事层面来说，董事会是公司运营的核心机关之一，负有决策或监督经理的职责。双层股权结构公司的董事会成员一般包括高级别股票持有人，其他成员则通常由其投票产生，这意味着董事会可能完全被他们所掌控，难以履行好相关职责。而独立董事的监督作用本就有限，在双层股权结构公司中也难以指望。从股东层面来说，大部分中小股东秉持理性冷漠一般不关心公司事务，同时美国调查显示，机构投资者对双层股权结构公司态度冷淡，持股比例远小于同股同权公司。④ 这意味着中小股东和机构投资者对双层股权结构公司管理层的监督作用亦有限。

第三，双层股权结构的积极影响难以长期维持。Bebchuk 和 Kastiel 撰文认为即使创业公司创始人最初具有突出能力，但随着时间流逝、知识迭代，创始人的才能可能难以跟上时代步伐。⑤ 同样地，即使公司管理层在实施双层股权结构之初试图引导公司坚守长期发展目标，然而时移事易，管理层决策失误可能性变大，坚守长期发展目标的益处将大为减少。⑥ 实证研究也表明，双层股权结构公司在 IPO 当时和其后一段内能够维持估值溢价，随后则效用降低。⑦ 这意味着双层股权结构的积极影响可能难以持续。

三、域外监管经验的提炼和适配：匹配监管理念

如前所述，双层股权结构有利有弊，想要兴利除弊，就应当对其实施有效监管。关于双层股权结构运行效果的实证研究表明，如果监管有效，这类公司未必会比一股一权公司表现差，甚至更为出色。⑧ 通过比较美国与新加坡、香港地区的监管实践，本文发现匹配监管理念是各该差异化规则背后的公因子，同时该理念也有着深厚的理论根基，应为我国所考虑和借鉴。

---

① 关于管理层堑壕问题的详细介绍，可以参见 Tian Wen，“You Can´t Sell Your Firm and Own It Too：Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange”，*University of Pennsylvania Law Review*，Vol. 162(6)，2014，p. 1501-1502。

② Ting Li，Nataliya Zaiats，“Information Environment and Earnings Management of Dual Class Firms Around the World”，*Journal of Banking & Finance*，2017(74)，p. 18.

③ 关于外部监督机制失效的更详细论证，可参见 Daniel P. Cipollone，“Risky Business：A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform”，*Dalhousie Journal of Legal Studies*，2012(21)，pp. 77-79。

④ Tian Wen，“You Can't Sell Your Firm and Own It Too：Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange”，*University of Pennsylvania Law Review*，Vol. 162(6)，2014，p. 1503.

⑤ 关于时间对创始人才能影响的更详细论证，参见 Lucian A. Bebchuk，Kobi Kastiel，“The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”，*Virginia Law Review*，2017，103(4)，pp. 604-606，609-610。

⑥ 关于时间对股东长期主义的各类可能影响，参见 Lucian A. Bebchuk，Kobi Kastiel，“The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”，*Virginia Law Review*，2017，103(4)，pp. 610-611.

⑦ Martijn Cremers，Beni Lauterbach，Anete Pajuste，The Life Cycle of Dual Class Firms（May，2018），European Corporate Governance Institute（ECGI）- Finance Working Paper No. 550/2018，Available at SSRN：https://ssrn.com/abstract=3062895，pp. 39-40.

⑧ 关于双层股权结构公司市场表现的实证研究结论，参见李尚桦：《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》，《金陵法律评论》2014 年第 2 期，第 130 页。

(一)匹配监管理念的域外实践维度

香港地区和新加坡都是为与美国竞争双层股权结构企业来本地上市而选择认可该做法,但这两地也采取了与后者不甚相同的姿态:美国目前实施的是底线监管,而香港地区和新加坡的监管则趋向严格。不过追根溯源,这种看似对立的表象背后却潜藏着较为一致的监管理念,即监管强度与投资者博弈能力相适应的匹配监管。

从历史发展来看,双层股权结构公司在美国有近百年的历史,其监管实践经历了“放任不管——严格限制——适度监管”之变迁。到了 1980 年代,美国证券交易委员会(“SEC”)专门出台 19c-4 规则,尝试对采取双层股权结构的上市公司进行监管协调。该规则对业已上市的公司实施双层股权结构加以限制,但是对公司在 IPO 时出现双层股权结构予以豁免。① 不过当时美国的司法部门并不认同 SEC 的做法,在“The Business Roundtable v. SEC”一案中对 19c-4 规则加以审查后,法院否认了 SEC 拥有限制双层股权结构的监管权力。② 随后 SEC 放弃自行制定相关规则,但在其努力下,美国三大交易所——纽约证券交易所(“NYSE”)、美国证券交易所(“AMEX”)和纳斯达克证券交易所(“NASDAQ”)仍然在 1994 年统一实施了与 19c-4 规则相类似的规则,③特别是早先曾坚持一股一权原则的 NYSE 向后两者靠拢。三大证券交易所的现行上市规则都不反对双层股权结构,仅禁止已经上市的公司转变为双层股权结构公司,而允许未上市公司在 IPO 时采用双层股权结构。④

美国最终选择底线式监管,其实也反映出其境内各交易所之间竞争的态势。考察 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 在 1980 年代的表现,三家立场各异,即使明知双层股权结构具有较明显弊端,只有 NYSE 选择禁止,而 AMEX 和 NASDAQ 相对宽容。随着三家交易所彼此角力的加剧,NYSE 为吸引公司来挂牌也试图修改上市规则放行双层股权结构。意识到“朝底竞争”(Race to the bottom)可能带来的不利后果,SEC 才尝试推出 19c-4 规则,划定比较统一的底线。

美国的这条底线聚焦双层股权结构公司处于发行上市的何种阶段,此外干涉很少。相较而言,香港地区和新加坡的监管者则不约而同选择了更加严格的监管姿态,对双层股权结构的设立、运行和退出环节都设置了诸多细致限制。

这种对比容易让人琢磨哪种监管策略更优,其实答案并不简单。美国直接监管规则较少,并不意味着其应对双层股权结构就仅仅依靠这些规则,事实上美国制衡该类结构的突出手段有二:完善的系统配套机制和成熟的上市公司章程。系统配套机制主要体现为:其一强大而全面的强制信息披露制度,在事前防范管理层的自肥行为;其二利用自律监管机构的专业监督能力,强化对双层股权结构公司的规管;其三建立有效的集团诉讼制度方便快捷地挽回投资者损失。⑤ 有了这三项机制,就保障了投资者事前知情权和事后追责权,增强了他们的博弈能力。与此同时,仔细查阅美国实施双层股权结构的上市公司之公司章程会发现,亚洲地区监管者所采取的监管规则事实上大多已体现于其中。换句话说,规制双层股权结构的类似手段,在美国是交由投资者与公司自行博弈确定,而香港地区、新加坡则是由监管者直接规定。

---

① 17 CFR 240.19c-4 - Governing certain listing or authorization determinations by national securities exchanges and associations.

② The Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission, 284 U.S. App. D.C. 301, 1990.

③ Jason W. Howell, Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure, http://media.terry.uga.edu/documents/finance/howell_dual_class_share.pdf, p.7.

④ Ibid.

⑤ 郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,《北大法律评论》2009 年第 2 期,第 426—446 页。

香港交易所和新加坡交易所有关双层股权结构的主要上市规则比较

	香港地区	新加坡
设立阶段规则	仅限 IPO 时申请(8A.05①)	
	市值需满足一定要求(8A.06)	高级别股票持有人必须在 IPO 时确定并不得在上市后增加(210(10)(c)②)
	高级别股票持有人必须为公司董事(8A.11)	高级别股票持有人必须担任董事(210(10)(e))
	上市文件需披露双层股权结构的身份特征并提示风险(8A.37-8A.41)	表明双层股权结构身份并提示可能风险(610(10))
运行阶段规则	股票名称结尾需标记“W”以示区分(8A.42)	
	持续信息披露时需表明双层股权结构的身份并提示风险(8A.37-8A.41)	持续信息披露时需表明双层股权结构身份(753)
	高级别股票所代表的表决权倍数不得超过 10 倍(8A.10)	高级别股票所代表的表决权倍数不得超过 10 倍(210(10)(d))
	禁止发行无表决权股票(8A.09)	
	低级别股票持有人经济利益合计占比不得低于 10%(8A.12)	
	特定事项采取一股一权方式表决(8A.24)	特定事项采取一股一权方式表决(730B)
	掌握 10%总表决权数的低级别股票持有人享有召开股东会的权利(8A.23)	掌握 10%总表决权数的低级别股票持有人享有召开股东会的权利(210(10)(g))
	加强独立董事功用(8A.26-8A.29)	审计委员会、提名委员会和薪酬委员会的大多数委员和主席须为独立董事(210(10)(i))
	设立独立董事任主席并占多数的企业治理委员会(8A.30-8A.32)	
	设立合规顾问职位(8A.33-8A.34)	
退出阶段规则	自动转换条款(8A.18(1)、8A.21)	自动转换条款(210(10)(f))
	事件型夕阳条款(8A.17)	

为什么会出现如此差异? 本文认为这是匹配监管理念的具体体现。美国的底线式监管与香港地区、新加坡严格具体监管,分别适应着其各自市场环境,体现了监管强度与投资者博弈能力相匹配的特点。由于美国市场上机构投资者占比非常大,③投资者整体博弈能力很强,所以美国才选择了底线式监管。而香港地区和新加坡的投资者整体博弈能力均不如美国,④且两地之前并没有大规模双层股权结构公司上市的经验,因此谨慎起见,两地都选择了相对严格的监管。可见,真正适合的监管举措是从某地市场实际情况出发,坚持监管强度与投资者博弈能力相互匹配。

① 此处 8A.05 代表《香港交易所主板上市规则》中的条款编号,下同。

② 此处代表“SGX Mainboard Rules”中的条款编号,下同。

③ Kara M. Stein, “The Markets in 2017: What's At Stake?”, https://www.sec.gov/news/speech/stein-sec-speaks-whats-at-stake.html.

④ 以香港为例,2014 年的调查显示 36.4%的香港成年人口是散户投资者。参见香港交易所,个人投资者调查 2014(英文版), http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey_2014/RIS2014.pdf? la=zh-HK, p.5。

(二)匹配监管理念的理论维度

从域外监管实践的比较来看,虽然东西方在具体措施上呈现出一严一宽的差异,但都遵循着匹配监管的逻辑。这一逻辑背后的根基包括私人秩序(Private Ordering)理论、投资者异质化理论、公司合同理论等。

长期以来公司法主要从私人秩序理论视角出发,探究解决公司治理问题的方案。① 私人秩序理论“期待每家公司都成为公司治理的试验室,来试验不同的股东参与模式,并最终产生多种治理形式和实践。”②可见,私人秩序理论尊重不同公司和不同投资者的差异性,认为不同公司对治理规则存在着因“公司”而异的多样化需求,只有交由投资者、公司管理层等利益相关者自由博弈才能最高效地满足这些需求。但是私人秩序理论的预设优势能否实现,与投资者博弈能力密切相关。当投资者博弈能力不足时,结果很可能适得其反。此时就不得不借助监管者的介入干预,通过强行性规范为广大投资者赋能,增强其博弈能力。不过强行性规范往往只是一种次优选项,因为它通常提供的是标准化的解决方案,保护投资者的效果有限,不太能满足异质化公司的多样需求。于是,公司治理层面的最佳监管策略就应是监管强度与投资者博弈能力相匹配的匹配监管理念。监管介入扮演辅助角色,随投资者博弈能力的强弱而发挥自己应有的作用。

不同投资者的投资偏好、风险偏好各异,上市公司的具体情况也千差万别,对公司事务最有效的安排应当是投资者和公司之间自由博弈、协商确定,监管者宜慎重介入。该逻辑对于双层股权结构同样适用。③公司上市最主要的目的是进行融资,投资者投资一家上市公司的目的是为了分红获利,如果双层股权结构给公司运营带来风险,投资者自然会“用脚投票”予以规避。这一点对机构投资者来说尤为关键,因为他们管理其他人的财产进行投资,对风险的敏感程度更高。如此一来,双层股权结构公司的融资额度或者成本将大受影响。为了安抚投资者,双层股权结构公司必然要在章程中自我设限,制定双层股权结构的规范制度。

自我设限程度越高意味着对投资者保护越好,同时也意味着创业者/管理层对公司控制能力的弱化。因此,自我设限程度是一个外部投资者与公司内部人博弈的结果;投资者博弈能力越强,对方妥协程度可能就越大,双层股权结构带来的风险也越低。不过由于投资者和公司内部人之间存在严重的信息不对称和能力不对称,监管介入的作用在于补足投资者的能力缺陷,为其在博弈中赋能。即便如此,双层股权结构制衡机制的选择仍应是一个博弈的结果,监管宜居于某种相应辅助的地位:投资者博弈能力强,监管介入就可以减弱;投资者博弈能力弱,监管介入强度则应提高。

(三)匹配监管理念的中国现实场景

就我国目前而言,允许双层股权结构公司上市已具有理论和实践正当性。理论层面,不同公司之间差别很大,同股同权未必就是最有效率的安排;对于某些类型的公司来说,双层股权结构确能带来效率的提升,法律不应该全然说不。④实践层面,一方面现实中很多初创公司已经采用了双层股权结构,允许它们上市融资契合鼓励“创新创业”的政策导向;另一方面,继续阻碍这类公司上市使上交所和深交所处于国际竞争劣势,越来越多的初创企业将前往境外交易所。

当然双层股权结构公司上市是否具有可行性,主要取决于监管规则是否切实有效,匹配监管的理念

① 蒋大兴:《论公司治理的公共性——从私人契约向公共干预的进化》,《吉林大学社会科学学报》2013 年第 6 期,第 75 页。

② D. Gordon Smith, Matthew Wright, Marcus Kai Hintze, “Private Ordering with Shareholder Bylaws”, *Fordham Law Review*, 2011, 80(1), p. 174.

③ Daniel R. Fischel, “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”, *University of Chicago Law Review*, 1987, 54(1),p.141.

④ 类似观点参见张舫:《美国“一股一权”制度的兴衰及其启示》,《现代法学》2012 年第 2 期,第 161 页。

殊为关键。我国证券市场长期以来面临着投资者结构不合理的问题。2017 年的统计显示,中小投资者占比高达 75%,30 岁以下投资者占比 55.8%,投资者投资知识得分偏低(69.4/100)。①这一状况导致的结果就是不少投资者热衷于追涨杀跌,经常出现非理性投资行为,而且知权不行权、理性冷漠现象非常普遍。②不难看出,股民散户化、年轻化,博傻心态盛行,机构投资者占比相对很小,决定了我国投资者整体博弈能力明显较弱。与此同时,我国在信息披露、自律监管、集团诉讼等制度和措施层面,与成熟资本市场相比仍存在较大差距,投资者自主维权途径受限。根据匹配监管理论,我国有必要提升监管强度,为投资者赋能。因此目前不能效仿投资者博弈能力非常强的美国,采取底线式监管模式;而应当参考较为接近的新加坡和香港地区,采取严格监管模式。长期来看,待投资者整体博弈能力变强,监管强度可以降低,公司治理效率也会显著提高。

四、双层股权结构主要监管规则之解析

美国在底线式监管理念指导下,仅规定公司只能在 IPO 时而不能在上市以后实施双层股权结构。而由于现阶段投资者博弈能力不强,香港地区、新加坡则主要借鉴美国上市公司章程规定中较为成熟的双层股权结构规制方案,构建起一套复杂严密的监管规则。我国市场投资者博弈能力更弱,因此在监管规则层面需要更多借鉴香港地区和新加坡的做法,为此有必要对两地实施的主要监管规则举措深入解析探讨。

(一)双层股权结构的设立规则

在双层股权结构设立阶段,两地主要从适格公司和适格高级别股票持有人两方面进行监管。针对适格公司的第一项要求是 IPO 限制,香港地区和新加坡都明确规定只有新上市公司可以采用双层股权结构,已上市公司则不行。③如此规定的理由在于假如已经上市的公司实施双层股权结构,股东会投票结果未必能反映股东真实意愿。④上市公司管理层可能采取各种手段使得双层股权结构得以通过。⑤而在 IPO 时公布双层股权结构方案,股东有更大的自由选择是否加入,且 IPO 时股票价格更能客观真实地反映公司实际价值。⑥

针对适格公司的第二项要求是市值限制,香港地区和新加坡都规定只有满足一定市值要求的公司才能采用双层股权结构上市。⑦其设置初衷是市值较大的公司往往内部治理更完善,这样能够减少中小股东遭受压迫的问题。从理论层面来看,市值限制能够进一步缩减适格公司范围,自然可以起到降低风险的作用。但是双层股权结构能否发挥效用,主要取决于投资者博弈能力强弱以及监督机制是否完善,与市值并无太大关联;而且这一规则尚未在其他交易所得到实践,实际效果如何有待检验。

---

① 参见深圳证券交易所,深交所发布《2017 年个人投资者状况调查报告》,http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20180315.519202.html。

② 具体参见深圳证券交易所,深交所发布《2017 年个人投资者状况调查报告》,第五点及第七点的调查结论,http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20180315_519202.html。

③ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.05 条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 210(10)(c)。

④ Peter L. Simmons, "Dual Class Recapitalization and Shareholder Voting Rights", *Columbia Law Review*, 1987, 87(1), p. 118-120.

⑤ 管理层压迫的具体方式参见任孝民:《双层股权结构的实现模式》,北京大学 2018 年硕士论文,第 35—36 页。

⑥ 任孝民:《双层股权结构的实现模式》,北京大学 2018 年硕士论文,第 34—35 页。

⑦ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.06 条。新加坡对双层股权结构公司的市值限制已经降至 3 亿新元。联合早报,新交所采纳公众意见 DCS 最低市值要求降至 3 亿,http:www.zaobao.com/zfinance/news/story20180329-846538。

针对适格公司的第三项要求是行业限制,香港交易所将适格公司限定为“创新”公司。①从理论上讲,双层股权结构属于股东契约,公司无论行业属性,均应一视同仁,由公司股东自由决定是否实施双层股权结构。但在监督不足的环境中,将双层股权结构限定在部分类别公司能够显著减轻代理成本问题。②因为所谓“创新”公司普遍面临激烈市场竞争,竞争会使得公司管理层努力服务客户以图在市场中存活,这将促进股东利益。③同时这类公司大多面临资金紧缺问题,为更好地从资本市场融资,将倒逼公司控股股东公平对待其他股东。

适格高级别股票持有人方面的要求,则是要解决应当由谁来持有双层股权结构中高级别股票的问题。在美国实践中,常见的高级别股票持有人可以是公司创始人,也可以是非创始人的公司董事,或者是家族成员。但香港地区和新加坡的上市规则要求高级别股票只能由公司董事持有,一旦其离任公司董事,高级别股票将按照“1∶1”的比例自动转变为低级别股票。④两地这一规则建基于前述提高公司决策效率的理论基础上,由优秀的公司管理层掌握决策权,实现知识与决策相匹配的目的。

(二)双层股权结构的运行规则

在双层股权结构公司的日常经营过程中,为保障持有低级别股份的投资者能够拥有对高级别股份持有人的一定监督机制,香港地区和新加坡在表决权制度和董事选任制度上都设置了一些监管规则。首先,限制高级别股份所代表的表决权最高倍数。香港地区和新加坡均将最高倍数限制在 10 倍,⑤香港地区另外限制高级别股票对应的经济利益占比不少于 10%。⑥限制高级别股票对应的表决权最高倍数和剩余索取权最低比例的原因在于表决权和剩余索取权的分离会导致代理成本,而且两者分离程度越大,代理成本问题就越突出。而 10 倍表决权的制度设计也符合大多数双层股权结构公司的通行做法。

其次,香港地区和新加坡都禁止发行无表决权股票。香港地区还明确规定低级别股票所代表表决权的最低比例。⑦两地持此态度的原因可能是担心无表决权股票持有人难以通过投票对公司治理发挥作用,从而影响其权益。如前所述,无表决权股票制度实施风险与投资者博弈能力和配套制度有关,香港地区和新加坡均是刚刚开始实施双层股权结构,因此采取了较为谨慎的态度。

再次,特定事项回归一股一权方式表决。香港地区和新加坡都规定章程修改、类别股权利变动、独立董事和审计师的选任与罢免、以及公司清算都需要回归一股一票方式表决,新加坡另外规定反向收购和上市公司退市也须回归一股一权方式表决。⑧哪些事项应设置一股一权表决方式并无定数,主要取决于该事项在监管者眼中的重要性,甚至有学者提出凡是涉及公司财产重大处分的事项均应回归一股一

① 参见香港交易所,指引信:采用不同投票权的公司是否适合上市,https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Interpretation-and-Guidance-Contingency/Guidance-Letters/Guidance-Letters-for-New-Applicants/gl93_18_c.pdf,第 2 页。

② 香港交易所也承认这一点。参见香港交易所,咨询文件:不同投票权架构的概念文件(2014 年 8 月),http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to - 2015/August - 2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082_c.pdf,第 44 页。

③ 叶青:“阿里巴巴为何选择合伙人制度?——兼论双层股权结构的经济合理性”,https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to - 2015/August - 2014-Weighted-Voting-Rights/Responses/cp2014082r_IN65.pdf? la=en,第 14 页。

④ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.11 条,以及第 8A.17 条。

⑤ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.10 条,以及 See SGX Mainboard Rules Rule 210(10)(d).

⑥ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.12 条。

⑦ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.09 条。

⑧ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.24 条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 730B.

权方式表决。①美国没有类似监管规则,加拿大则设置了“燕尾条款(coat-tail provision)”,要求上市公司在面临收购时回归一股一票方式表决。②值得指出的是,双层股权结构本就是为了让高级别股份持有人掌握公司经营权,假如监管规则设置过多的特定事项,可能会妨碍该结构发挥应有作用。

最后,在董事会层面,香港地区和新加坡也都规定上市公司应当设置新的机构,并加强独立董事重要性。③其目的是为了分权制衡,提高双层股权结构公司的治理效率。但是,在高级别股份持有人有能力控制董事会的情况下,这些制度设计能否达到效果仍需要实践检验。

(三) 双层股权结构的退出规则

如前所述,长期来看双层股权结构的制度优势终将消失,不宜设置永久有效的双层股权结构。因此香港地区和新加坡都设计了逐渐转换条款(conversion) 来终结双层股权结构。逐渐转换条款是指满足一定条件时,高级别股份持有人所持有部分股份将转换为低级别股份的规则。如香港地区和新加坡均规定,在高级别股票持有人将该股票转让给非高级别股票持有人时,转让的高级别股票自动转换为低级别股票。④逐渐转换条款旨在解决高级别股票出售问题,而当高级别股票全部售出,双层股权结构就自然终结。

双层股权结构另一种退出机制是夕阳条款(sunset provision) 。夕阳条款是指因某种原因而触发的、将部分或全部高级别股票持有人所持有高级别股票一次性转换为低级别股票的规则。因为触发原因不同,夕阳条款可以分为时间型夕阳条款和事件型夕阳条款。⑤

时间型夕阳条款是指上市若干年后全体股东将按照一股一权原则就是否终止双层股权结构进行股东投票,如果投票结果支持结束双层股权结构,则高级别股份和低级别股份将自动统一为普通股。⑥支持时间型夕阳条款的理由有二:首先从理论层面看,双层股权结构虽然能确保公司致力于长期目标,但这应限于公司快速发展时期,上市若干年后公司早已进入稳定发展时期,此时双层股权结构不再必要。⑦其次实证研究表明,双层股权结构公司在上市初期 6-9 年内市场表现良好,此后则会变差。⑧ 可见时间型夕阳条款将促使高级别股票持有人勤勉尽职工作。不过时间型夕阳条款也有较大弊端,可能无法实现创始人股东和其他股东的利益平衡。公司创始人或许因此对上市持谨慎态度,某些情况下甚

---

① 例如参见马一:《股权稀释过程中公司控制权保持:法律途径与边界》,《中外法学》2014 年第 3 期,第 729 页。

② 关于燕尾条款的具体论述,可参见 Daniel P. Cipollone, “Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform”, *Dalhousie Journal of Legal Studies*, 2012(21), pp. 79-85。

③ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.26 条-第 8A.34 条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 210 (10) (i)。

④ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.18 (1)条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 210(10) (f).

⑤ Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p. 618. 这篇文章将夕阳条款分为三种类型:时间型夕阳条款(fixed- time sunset)、事件型夕阳条款(triggering-event sunset)和比例型夕阳条款(ownership- percentage sunset)。本文认为比例型夕阳条款仍可归属于事件型夕阳条款,因此只将夕阳条款分为时间型和事件型加以讨论。

⑥ Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p. 618.

⑦ Kishore Eechambadi, “The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward”, *New York University Journal of Law and Business*, 2017, 13(2), pp. 531-532.

⑧ Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste, The Life Cycle of Dual Class Firms (May, 2018), European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper No. 550/2018, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3062895, p. 40.

至可能加剧代理问题。①部分因为上述弊端,香港证券交易所并未采纳时间型夕阳条款。②

事件型夕阳条款是指当出现法定或章程规定的触发事件时,高级别股票持有人所持有高级别股票自动转换为低级别股票。常见的触发事件有三类:一是因高级别股票持有人而生的触发事件,例如其健康不佳、失去行为能力、离任、退休、死亡等;二是因持股比例而生的触发事件,如公司控制权发生变更、高级别股票持有人所持高级别股票低于特定比例,全部高级别股票占比低于特定比例等;三是高级别股票持有人经投票自愿终结双层股权结构。③由此可知,事件型夕阳条款产生的理论基础是预防创始人因身体因素导致的才能衰减,同时也是为了避免表决权和剩余索取权的过度分离。事件型夕阳条款能够解决时间型夕阳条款引发的部分问题,但其无法完全解决时间经过对双层股权结构公司的负面影响。④目前香港地区和新加坡都采用了事件型夕阳条款。⑤与新加坡相比,香港地区甚至将部分违法行为也规定为触发事件。本文认为,有必要区分具体违法行为,防止这一做法变得过分严厉。是否授予或保持高级别股票持有资格,更多应关注其个人能力是否对公司有益。

五、我国监管双层股权结构的规则建构

我国当下监管规则建构概而言之,其一应树立严格监管的理念,在制度实施初期考虑“搭车”监管的方式;其二在双层股权结构设立、运行和退出等各阶段设计出恰当的规则保障。

(一)树立恰当的监管方式

首先,我国应坚持严格监管方式。我国投资者博弈能力明显偏弱,基于匹配监管理念,目前须采取高强度的监管方式,针对双层股权结构设计缜密细致的规范体系。目的是尽可能保持公司管理者与普通投资者利益的一致性,减少前者利用规则漏洞实施自利行为的可能性,畅通投资者维权的有效渠道,努力实现各方利益的平衡。其次,本文建议考虑“搭车”监管的方式,在制度实施初期,优先允许已在海外上市的双层股权结构公司回归国内上市发行双层股权。其理由主要有二:第一,我国监管者经验能力尚待积累,起始阶段可能难以充分应对双层股权结构带来的复杂挑战;同时境内市场素有打新传统,投资者喜欢盲目追捧新股,这将严重削弱双层股权结构公司中低级别股票的价格折让效应。⑥第二,美国、新加坡、香港地区等的监管环境和监管质量目前尚优于境内,在那里上市的优质红筹公司受到当地的有效监管和机构投资者的制衡,公司治理模式已相对完整,出现治理风险事件的可能性较少;即便出现治理问题,也会受到境外监管者和投资者的有力惩戒。“搭车”监管的正面效应得到了实证研究的支

---

① Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste, The Life Cycle of Dual Class Firms (May, 2018), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 550/2018, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3062895, p. 40.

② 参见香港交易所,咨询总结:新兴及创新产业公司上市制度(2018 年 4 月),https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc_c.pdf,第 34 页。

③ 参见香港交易所,咨询文件:不同投票权架构的概念文件(2014 年 8 月),第 42-44 页。http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082_c.pdf。

④ Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, 2017, 103(4), p.619.

⑤ 《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.17 条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 210(10)(f).

⑥ 李尚桦:《双层股权结构之法律评析——兼论其在我国之适用性》,《金陵法律评论》2014 年第 2 期,第 134—135 页。

持。①在施行伊始,境内监管者和投资者可考虑先以较低成本搭乘域外监管的“便车”,待各方对双层股权结构更加熟悉适应后,再适时放开门槛限制,允许更多的境内公司采用这种方式发行上市。

(二)设立阶段的规则建议

基于前文讨论,笔者建议我国采取 IPO 限制、行业限制和适格高级别股票持有人限制等三项规则,而不采取市值限制。

第一,采纳 IPO 限制规则,仅允许新上市公司采用或保留双层股权结构,禁止已上市公司采用。设置这一规则主要是为了保障投资者自由选择权,避免出现中小股东被压迫现象。

第二,采纳行业限制规则,仅允许创新公司采用双层股权结构上市。目的是为了在达成政策目标的同时,缩小适用范围,减轻监管压力。当然如果某公司上市后转变经营主业,变得不再“创新”,则应不允许其继续适用双层股权结构。至于如何设定“创新公司”范畴,可以参考之前存托凭证的尝试。②类似选择“科技”企业的思路,亦为新近的规定所确认。③

第三,设置高级别股票持有人适格规则,该持有人身份应与公司董事身份合二为一,不可分离。一旦高级别股票持有人以任何原因离任董事,则其所持有的高级别股票应当全部转换为低级别股票。

第四,不建议采用市值限制规则。这主要是因为创新公司上市前的预估市值具有一定主观性和高度不确定性。目前对创新公司的估值手段虽多,但缺乏非常客观准确的方法,对很多因素的预估受评估人主观判断影响较大。同时业绩是估值的重要参考标准,而创新公司业绩受资本影响具有较大波动性。在资本支持下加大补贴力度,短期业绩可能爆发式增长;然而去除补贴后,业绩会大幅下滑。由于业绩方面的高度可变性,创新公司估值呈现出很大差异。甚至不排除一些公司为满足市值要求,一方面贿赂评估人推高估值,另一方面在上市前集中资本力量,“烧钱”打补贴战,推高市值成功上市后停止补贴,导致公司业绩“变脸”。总之,市值限制规则的保护作用未必有效,而消极影响可能较大。

(三)运行阶段的规则建议

在双层股权结构运行阶段,本文建议限制表决权与剩余索取权的分离程度,设置一股一权表决事项,并加强独立董事作用。

第一,限制表决权和剩余索取权的分离程度,可以减轻两者相分离产生的代理成本问题。具体规则应从两方面加以设计。一方面应限制高级别股票的表决权倍数,仿照香港地区和新加坡的经验,表决权倍数最高不得超过 10 倍。另一方面应限制高级别股票与低级别股票比例,高级别股票占比过低可能会加剧其持有人的自利行为,占比过高则可能影响低级别股票持有人自行召开临时股东大会的权利。④因此笔者建议参考香港地区做法,高级别和低级别股票占比的最低限度均设定为 10%。基于上述原因,也不建议我国短期内允许无表决权股票的发行。

第二,明确规定需采用一股一权方式表决的事项。如前所述,不同国家地区对这些事项的处理迥异,问题的关键仍然在于如何平衡高级别股票持有人管理公司的自由度与低级别股票持有人的权益保障。由于我国投资者参与上市公司股东大会的积极性本就不高,自我保护能力较弱,因此短期内不宜学习美国、加拿大的做法,而应借鉴香港地区和新加坡的经验,适当扩充需采用一股一权方式表决的事项范围。

---

① Craig Doidge, “U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-class Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(3), p. 550.

② 参见国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(国办发〔2018〕21 号)。

③ 参见国务院《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》(国发〔2018〕32 号)。

④ 《公司法》第一百条规定单独或者合计持有百分之十以上股份的股东才具有召开临时股东大会的权利。

本文建议,我国应将章程修订、变更不同类别股票的权利义务、独立董事的任免、审计师的聘任与解聘这几类事项列入其中。主要理由是,章程在公司内部的作用类似于宪章,涉及公司各类重大事项,同时它也承载了投资者对公司治理结构的合理预期,因此章程修订需凝聚更多股东的共识。变更不同类别股票的权利义务,事涉低级别股票持有人的根本利益,应更多由该群体为主进行决策。独立董事是双层股权结构中从公司内部监督高级别股票持有人权力的主要力量,应尽量减少高级别股票持有人对独立董事独立判断能力的影响。审计师是市场“看门人”,①能够从双层股权结构公司的外部对高级别股票持有人予以监督,为保障其独立性,不应只由后者决定其去留。不过,笔者目前倾向于不建议将并购事件纳入其中,因为双层股权结构很多时候本就是为抵御敌意收购而设,如果并购也需经过一股一票表决,则其存在意义会大打折扣。

第三,赋予独立董事更多权力,同时增加独立董事责任。由于监事会一般由公司内部人组成,②独立董事在双层股权结构中的作用更显重要。香港地区围绕独立董事创制了多项公司治理新机制,包括独立董事担任董事提名委员会主席、全部由独立董事组成的企业管治委员会等,当然这些新机制的最终成效还有待时间检验。整体上,为制衡高级别股票持有人权力,应当赋予独立董事更多权力;而为督促独立董事更加勤勉尽责,亦应加强其董事责任。

(四)退出阶段的规则建议

在退出阶段,本文建议设立逐渐退出(转换)机制和事件型夕阳条款,暂不设置时间型夕阳条款。

第一,建立逐渐退出(转换)机制。秉持高级别股票持有人必须是公司董事这一理念,笔者建议我国也应要求,当高级别股票被转让给非高级别股票持有人时,该部分股票应自动转换为低级别股票。存有疑义的是,当高级别股票从一个高级别股票持有人转让给另一个高级别股票持有人时,是否触发该条款呢? 香港地区和新加坡的规定并未对受让人身份做出限制,③因此答案似乎是肯定的。但是本文对此持不同看法,因为在受让人也是高级别股票持有人的情形中,不会对任何一方造成额外损害,此时应尊重当事人意思。故此,建议在前项规定后增加一条,当高级别股票被转让给另一名高级别股票持有人时,该部分股票是否转换为低级别股票由双方明确约定,未约定的,则转换为低级别股票。

第二,建议设置事件型夕阳条款。前文涉及许多对双层股权结构加以限制的规则,事件型夕阳条款主要作为违反这些规则时的惩罚后果。本文建议主要的事件型夕阳条款应包含两条:首先,高级别股票只应由公司董事持有,当高级别股票持有人出现离职、丧失行为能力或者死亡等情形,不能继续担任公司董事时,则其所持有高级别股票自动转换为低级别股票。其次,当高级别股票占比不足总股票数量的10%时,则双层股权结构应予停止,所有高级别股票转换为低级别股票。

第三,不建议设置时间型夕阳条款。如前所述,时间型夕阳条款的合理性既有理论经验支持,也有实证研究佐证,本应是最值得考虑的双层股权结构规制规则。但由于境外主要交易所都未强制设置这一条款,假如我国独自设立这项规则,很可能“吓跑”部分意欲在境内上市的公司。因此,笔者不建议目前将时间型夕阳条款设定为强制性规则,不过监管者可以鼓励上市公司自行设置这一规则。

六、结 语

基于便利创新企业融资和增强境内交易所竞争力的考虑,我国应当考虑修改相关法律规则,允许公司 IPO 上市时采用双层股权结构。针对双层股权结构的国际监管实践启示我国,应当采取匹配监管理

---

① 郭雳:《证券律师的行业发展与制度规范》,北京:北京大学出版社 2013 年版,第 64-65 页。

② 郭雳:《中国式监事会:安于何处,去向何方? — 国际比较视野下的再审思》,《比较法研究》2016 年第 2 期,第 74-75 页。

③ 参见《香港交易所主板上市规则》(2018 年版)第 8A.18 (1)条,以及 SGX Mainboard Rules Rule 210(10)(f).

念对其进行监管。同时,对其适用初期实施从严监管是与现状相吻合的阶段性特征。

长期来看,我国也应在适当时机逐步减少管制,转向采取适度监管的策略,具体规制更多由市场博弈来决定。第一,策略转换。适度监管策略要求监管者减少介入,届时证监会只需维持全国范围内最低限度的规则统一,其余监管权限下放给交易场所;而各交易场所亦应在不损害投资者利益前提下,尽量少设置强行性监管规则。第二,为实现这一转换,监管者应着力提助投资者博弈能力,引导改变证券市场投资者结构,大幅增加机构投资者的占比;同时构建双层股权结构实践的配套机制,建立起更完善的强制信息披露制度和民事诉讼维权制度,提升司法裁判能力。第三,秉持匹配监管理念,在投资者博弈能力增强后,除必要规则外,其余规则可不再由监管者供给,而更多交由投资者与上市公司博弈确定,并体现在公司章程当中。总之,双层股权结构这一安排是我国资本市场发展所提出的需求,对其监管未来亦会伴随市场进化、制度演进而变化。

Regulating the Listed Companies with Dual-Class Share Structure: International Experiences and Reflective Takeaways for China

Guo Li, Peng Yuchen

(*School of Law*, *Peking University*, *Beijing* 100871, *China*)

Abstract: To facilitate the corporate financing for innovative enterprises and to foster the competitiveness of domestic stock exchanges, China should consider amending its current rules and granting approval to companies with dual-class share structure for IPO and listing. Studying on the past and present of those relevant regulations in the U.S., Singapore and Hong Kong, this article advocates that China should embrace the matching-styled regulation. In view of the overall inability of investors, it is advisable to adopt a fairly strict supervision strategy for the fledging period, and to employ institutional arrangements that are in line with the status quo of Chinese market. In the establishment phase, restrictions may well be in place upon the initial listing, industry and eligible stockholders. In the operational phase, the degree of separation between voting right and residual claim right should be restrained, and a list of voting items for "one share, one vote" set. In the exiting phase, the exit mechanism and the triggering-event sunset clause should be taken. In the long run, to enable and empower the investors might be the effective way to level the playfield and contain the possible abuses.

Key words: dual-class share structure; matching-styled regulation; one share, one vote; IPO and listing; control-enhancing mechanism

(责任编辑　　李　铄)